

**2012 年 03 月 27 日**

赖燊生

Leon\_lai@e-capital.com.cn

目标价(元)

26.70RMB

### 公司基本资讯

产业别	机械设备
A 股价(2012/3/27)	20.80
深证成份指数(2012/3/27)	9841.38
股价 12 个月高/低	23.3/16.82
总发行股数 (百万)	128.40
A 股数 (百万)	67.44
A 市值 (亿元)	14.03
主要股东	北京科锐北方科技发展有限公司(47.63%)
每股净值 (元)	7.40
股价/账面净值	2.81
	一个月 三个月 一年
股价涨跌(%)	4.79 8.45 -7.48

### 近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2011-07-26	20.12	买入
2011-10-27	19.20	买入

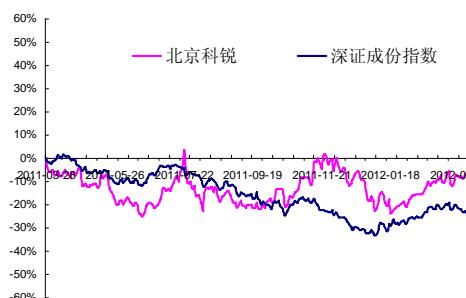
### 产品组合

环网柜	30.32%
箱变	29.16%
永磁机构真空开关	17.52%
故障指示器	10.57%
柱上开关	7.34%
其他	5.10%

### 机构投资者占流通 A 股比例

基金	13.98%
一般法人	46.23%

### 股价相对大盘走势



## 北京科锐(002350.SZ)

**Buy 买入**
**年报点评：勤练内功+完善销售，尽享配电行业高成长**

### 结论与建议：

公司今日发布 2011 年年度报告，实现营业收入 9.22 亿元(YOY+62.9%)，实现净利润 0.86 亿元(YOY+73.6%)，EPS0.67，符合预期。2011 年 4Q 公司增速加快，实现收入 4.45 亿元(YOY+100.8%)，实现净利润 0.52 亿元(YOY+77.7%)。展望未来，配网建设的投资比重增加，行业发展处高景气度周期；公司注重研发与技术创新，通过集中管理营销队伍、增加销售人员大幅提高了市场覆盖率，尽享行业高成长。

预计公司 2012、2013 年实现营收 12.97 亿元(YOY+40.6%)、17.06 亿元(YOY+31.5%)，实现净利润 1.15 亿元(YOY+32.9%)、1.45 亿元(YOY+26.7%)，EPS0.89、1.13 元，未来两年复合增速达 30%，当前股价对应 2012、2013 年动态 PE 分别为 23X、18X，考量行业景气度及未来增速，维持“买入”建议，目标价 26.7 元(对应 2012 年动态 PE 30X)。

- **营收大幅增长与费用率下降带动净利同比增长 73.6%：**2011 年公司勤练内功，重视新产品差异化市场营销，并通过改革销售机制提高了市场覆盖率，使得销售规模大幅增长，全年实现营收 9.22 亿元(YOY+62.9%)，虽然公司综合毛利率下降近 3 个百分点，但费用率亦下降 3.5 个百分点，综合因素促成公司实现净利润 0.86 亿元(YOY+76.3%)。
- **配网投资占比逐年抬升，行业需求维持高景气度：**2012 年国家电网计划投资 3097 亿元，同比 2011 年投资 3019 亿元增长 2.58%，南方电网建设资金达到 656 亿元；虽然 2012 年电网投资总体增速有限，但配电网投资比重将逐渐上升，有望从当前占 30%提高至“十二五”末 50%的水平。2012 年增长前景最好的投资领域依次是智能电网、配网和特高压，行业景气度维持较好水平。
- **订单同比大幅增加 72%，为未来业绩奠定坚实基础：**从订单上看，公司 2011 年获取订单 13.08 亿元(YOY+72.0%)，较 2010 年订单增速 14.5%明显加快。公司注重技术研发，在配电网故障处理与模块化变电站领域积淀深厚，随着公司销售网络的改善，在行业景气度高企背景下，我们预计 2012 年订单仍有望超三成以上的增长。
- **未来毛利率下行空间有限：**公司 2011 年综合毛利率 32.8%，同比下降 3 个百分点。分产品看，环网柜、箱变、故障指示类分别同比下降 7.7、2.8、6.5 个百分点，永磁开关、柱上开关分别上升 7.3、2.1 个百分点。我们认为，一，国家电网招标将更加注重产品质量，招标产品价格下行空间有限，二，公司毛利率上升产品在手订单比重增加，三，公司营收规模大幅增长后(2010-2013 年营收复合增长率 44.3%)原材料采购成本有下降空间，未来公司综合毛利率下行空间有限。
- **盈利预测：**我们预计公司 2012、2013 年实现净利润 1.15 亿元(YOY+32.9%)、1.45 亿元(YOY+26.7%)，EPS0.89、1.13 元，未来两年复合增速达 30%，当前股价对应 2012、2013 年动态 PE 分别为 23X、18X，考量行业景气度及未来增速，维持“买入”建议，目标价 26.7 元(对应 2012 年动态 PE 30X)

.....接续下页

年度截止 12 月 31 日		2009	2010	2011	2012F	2013F
纯利(Netprofit)	RMB 百万元	69.99	49.67	86.23	114.59	145.19
同比增减	%	19.66%	-29.03%	73.61%	32.89%	26.71%
每股盈余(EPS)	RMB 元	0.545	0.387	0.672	0.892	1.131
同比增减	%	19.66%	-29.03%	73.61%	32.89%	26.71%
A 股市盈率(P/E)	X	38.16	53.77	30.97	23.31	18.39
股利(DPS)	RMB 元	0.150	0.200	0.300	0.300	0.300
股息率(Yield)	%	0.12%	0.16%	0.23%	0.23%	0.23%

表：公司分产品营收及毛利率明细

单位：百万元/%

产品	营业收入	营收比重	毛利率	营收 YOY	毛利率变动 (%)
环网柜	274.43	30.32%	38.75%	52.61%	-7.68
箱变	263.88	29.16%	17.13%	46.74%	-2.81
永磁机构真空开关设备	158.54	17.52%	31.20%	144.21%	7.27
故障定位类产品	95.66	10.57%	58.13%	80.43%	-6.53
柱上开关	46.14	5.10%	22.10%	70.60%	2.09
其他产品	66.43	7.34%	43.32%	25.67%	-4.53
合计	905.07	100.00%	32.66%	62.35%	-3.19

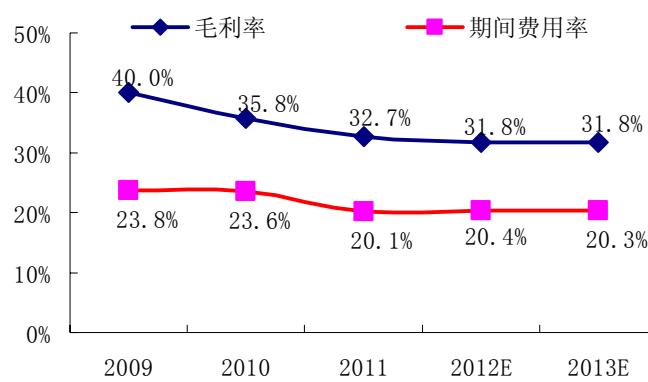
资料来源：公司公告 群益证券(2012/03)

图表一：公司毛利率、费用率走势及预测

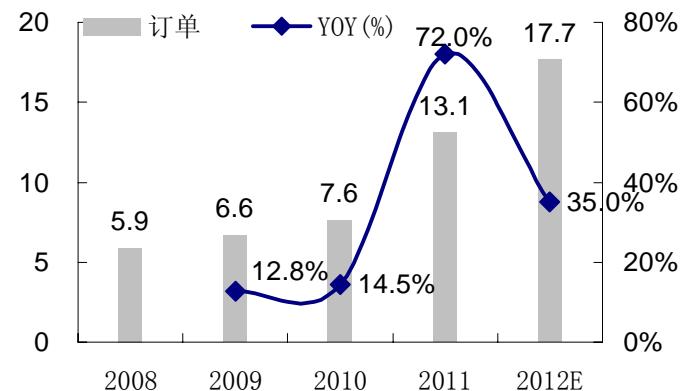
单位：%

图表二：公司历年来订单增长及预测

单位：亿元/%



资料来源：公司公告，群益证券(2012/03)



资料来源：公司公告，群益证券(2012/03)

=预期报酬(Expected Return; ER)为准，说明如下：

 强力买入 StrongBuy (ER  $\geq 30\%$ )；买入 Buy ( $30\% > ER \geq 10\%$ )

 中性 Neutral ( $10\% > ER > -10\%$ )

 卖出 Sell ( $-30\% < ER \leq -10\%$ )；强力卖出 Strong Sell ( $ER \leq -30\%$ )

**附一：合并损益表**

百万元	2009	2010	2011	2012F	2013F
营业收入	561	566	922	1,297	1,706
经营成本	336	364	621	884	1,163
营业税金及附加	4	4	8	9	11
销售费用	86	80	126	165	208
管理费用	43	58	67	96	128
财务费用	4	-4	(7)	4	10
资产减值损失	2	6	3	3	8
投资收益	-	-	0	0	0
营业利润	85	60	105	136	178
营业外收入	2	5	2	7	5
营业外支出	0	2	6	1	4
利润总额	86	63	108	142	179
所得税	13	10	18	22	26
少数股东损益	3	4	4	6	7
归属于母公司所有者的净利润	70	50	86	115	145

**附二：合并资产负债表**

百万元	2009	2010	2011	2012F	2013F
货币资金	168	625	631	694	764
应收帐款	160	208	274	323	382
存货	112	127	199	235	277
流动资产合计	451	1,016	1,206	1,317	1,496
长期投资净额	1	-	-	-	-
固定资产合计	55	52	122	147	176
在建工程	-	41	31	25	20
无形资产	74	113	179	217	248
资产总计	526	1,129	1,385	1,534	1,743
流动负债合计	214	216	396	376	357
长期负债合计	4	3	11	20	28
负债合计	218	219	406	396	385
少数股东权益	18	20	27	24	25
股东权益合计	290	890	951	1,114	1,333
负债和股东权益总计	526	1,129	1,385	1,534	1,743

**附三：合并现金流量表**

百万元	2009	2010	2011	2012F	2013F
经营活动产生的现金流量净额	61	31	98	123	153
投资活动产生的现金流量净额	-9	-84	-92	-23	-22
筹资活动产生的现金流量净额	-44	509	0	-37	-62
现金及现金等价物净增加额	8	457	7	63	69

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写，群益证券(香港)有限公司的投资和由群证证券(香港)有限公司提供的投资服务.不是.个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信用以编写此份报告之资料可靠，但此报告之资料没有被独立核审审计。群益证券(香港)有限公司.不对此报告之准确性及完整性作任何保证，或代表或作出任何书面保证，而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司，及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何之一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之资料和意见可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何之一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证j @持意见或立场，或会买入，沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口，或代他人之户口买卖此份报告内描述之证j @。此份报告.不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。